

## Les modes de croissance : interne ou externe ?

Nous avons vu les différentes directions stratégiques que l'entreprise pouvait prendre pour assurer sa croissance : intégration horizontale, verticale, diversification, etc. Pour chacune de ces deux directions, l'entreprise est face à un choix sur les moyens à mettre en œuvre pour réaliser une telle stratégie.

Voici quelques exemples de moyens par lesquels une entreprise peut mettre en place une nouvelle direction stratégique :

| Directions              | Modes<br>Interne<br>(Lancement d'une activité)                  | Externe<br>(Rachat)                                     |
|-------------------------|---|---|
| Intégration horizontale | - sur un nouveau segment<br>(Coca Cola lance l'eau Dasani)      | - d'un concurrent<br>(Total→Elf)                        |
| Intégration verticale   | - en amont/aval de son secteur<br>(Microsoft lance la Xbox)     | - d'un client/fournisseur<br>(TomTom→Tele Atlas)        |
| Diversification         | - dans une nouvelle industrie<br>(Lego lance des parcs à thème) | - d'une société hors industrie<br>(Virgin Group→Oui FM) |

### Description:

#### 1) La croissance externe :

Comme son nom l'indique la croissance externe est une modalité par laquelle une entreprise va mettre en œuvre une stratégie de croissance par-delà ses frontières actuelles (externe ne signifie donc ici absolument pas à l'étranger). Concrètement, elle va donc prendre le contrôle d'une autre entreprise.

##### a) Les principales techniques de prise de contrôle :

Considérons le cas d'une entreprise A qui souhaiterait prendre le contrôle d'une société B, cotée en bourse. Les actions de l'entreprise B peuvent être acquises de la façon suivante :

- par ramassage en bourse : l'entreprise A peut, comme n'importe quel acteur du marché boursier, acheter progressivement des actions B au cours du jour. Cette technique est limitée par la loi du 2 août 1989 au seuil de 33% du capital, au-delà duquel une entreprise est obligée de lancer une OPA.
- par acquisition d'un bloc de contrôle : lorsque la société B a un actionnaire (personne physique ou morale) ou un groupe d'actionnaires qui accepte de vendre un ensemble d'actions représentant plus de 50% des droits de vote, A peut lui acheter ce bloc de contrôle, à condition de proposer de reprendre les actions des autres actionnaires minoritaires aux mêmes conditions.
- par **offre publique d'achat** (OPA) : obligatoire pour tout actionnaire possédant plus du tiers du capital, elle consiste à proposer un prix d'achat pour toute action de la société B qui lui serait vendue avant une date fixée. Le paiement des actions se fait en espèce.
- par **offre publique d'échange** (OPE) : ressemble à l'OPA mais le paiement des actions se fait par échange contre des actions de A à un ratio déterminé. L'offre publique mixte combine l'OPA et l'OPE, par exemple une OPE avec versement d'une soule en espèces.

Lorsque la société B fait l'objet d'une tentative de prise de contrôle, on la qualifiera d'amicale si les dirigeants de B y sont favorables et d'hostile dans le cas inverse. Précisons qu'une offre initialement hostile, peut devenir amicale si en cours de processus, la société A fait des concessions aux exigences de la direction de B (exemple : Arcelor-Mittal). Lors d'une OPA hostile, la direction de B peut essayer de faire échouer la prise de contrôle. Différentes techniques sont habituellement employées. Certaines sont employées en réaction à l'OPA : augmentation du capital de B, appel à un chevalier blanc (une entreprise alliée qui propose une OPA concurrente sur B), revente des joyaux de la couronne (les actifs de B les plus intéressants pour A), etc. D'autres, préventives, doivent avoir été mises en place avant (pour le cas où) : constitution de groupes d'actionnaires stables, droits de vote différents selon les actions, etc.

### **b) Les types de croissance externe :**

On distinguera les :

- **fusions** (égalitaires) : les deux sociétés (A et B) sont dissoutes, leurs actifs (et passifs) sont transférés dans une nouvelle société C. Exemple : Safran (résulte de la fusion SNECMA-Sagem), ArcelorMittal, AirFrance KLM, etc.
- **fusions-absorptions** : l'entreprise rachetée est dissoute, tous ses actifs (et son passif) sont apportés à l'acquéreur.  
Exemple : France Télécom rachète Orange qu'il fusionne avec ses activités mobiles dans une filiale.
- **simples acquisitions** : la société B est détenue par A, elle continue à exister et ses comptes sont agrégés par consolidation dans ceux du groupe A.  
Exemple : en 2007, les fonds d'investissement Colony Capital et Colyzeo ont racheté à son fondateur 75% du capital de la société Buffalo Grill (et lancé une OPA simplifiée pour le reste des actions).
- **l'apport partiel d'actif** : la société B vend une partie de ses actifs en échange d'actions de A et continue à exister.

## **2) La croissance interne :**

### **a) Définition :**

Comme Monsieur Jourdain faisait de la prose sans le savoir, on pourrait dire que toute entreprise qui connaît une croissance de son chiffre d'affaires d'une année sur l'autre (sans avoir réalisé d'acquisition) pratique de la croissance interne. Toutefois, dans le chapitre qui va suivre, nous considérerons un sens plus restrictif pour la croissance interne. Il s'agit d'une modalité d'une stratégie (quelle que soit la direction : horizontale, verticale ou conglomérale) mise en place par l'entreprise. Dans cette modalité, l'entreprise ne compte que sur ses propres forces et ne pratique donc ni le rachat ni le partenariat avec d'autres entreprises.

Dans cette optique, la croissance interne va consister à créer ou développer une activité, quelle soit dans le métier de l'entreprise, en amont, en aval ou dans une autre industrie. Pour cela, elle peut investir en recherche et développement, créer de nouveaux produits, créer un réseau de distribution, s'implanter sur des marchés étrangers ou simplement réaliser des investissements de capacité. De très nombreuses actions constituent de la croissance externe, et nous n'allons pas les traiter ici.

Nous allons juste développer une forme d'organisation particulièrement destinée à favoriser la croissance interne : l'**intrapreneuriat**.

### **b) L'intrapreneuriat :**

A mesure qu'elles vieillissent les organisations accumulent de l'expérience, développent des routines formalisées ; en un mot, elles deviennent plus bureaucratiques. Ceci n'est pas forcément négatif, puisque cela leur permet d'être plus efficaces en ne se reposant pas continuellement les mêmes questions. Cependant, ce phénomène limite leur capacité à innover radicalement, et pour le régénérer, certains auteurs ont proposé à la suite de Pinchot (1985) de créer des intrapreneurs au sein d'entreprises devenues trop bureaucratiques. L'entrepreneur est une personne qui porte un projet d'entreprise original et va créer une entreprise pour le réaliser. Il s'agit, en théorie, de quelqu'un de particulièrement dynamique et de créatif. On comprend donc l'idée d'importer un tel profil dans une organisation tout à fait à l'opposé.

Considérons une entreprise qui est face à une opportunité, qui diffère sensiblement de ses activités quotidiennes. Une personne en responsabilité dans l'entreprise (le sponsor) va désigner un intrapreneur, qui présente les qualités requises pour mener à bien ce projet d'affaire. Pour maintenir le dynamisme et la créativité d'un entrepreneur, l'intrapreneur bénéficie d'une grande liberté pour constituer une équipe de volontaires et pour organiser les travaux de son équipe au sein de la structure de l'entreprise. Le contrôle de l'équipe intrapreneuriale ne peut se faire qu'a posteriori, c'est-à-dire donc sur des résultats, qui n'apparaissent qu'après une durée relativement longue. En cas de succès, l'activité développée par l'intraprise est, à terme, réintégrée au sein de la structure traditionnelle de l'entreprise, et sa responsabilité confiée à un cadre aux compétences différentes de l'entrepreneur (profil plus gestionnaire).

Citons l'exemple (célèbre) de l'entreprise 3M. Celle-ci considère que 25% de son chiffre d'affaires doit provenir de nouveaux produits ayant moins de cinq ans d'âge. Pour cela, elle a mis en place une politique d'innovation très originale : les ingénieurs et cadres disposent de 15% de leur temps de travail pour développer de nouvelles idées sans contrôle. Ils peuvent demander de l'argent pour acheter des équipements ou recruter du personnel pour développer leurs idées. Si l'idée est officiellement acceptée, ils sont associés au développement du nouveau produit. Considérons le cas d'école du Post-it. Art Fry, membre de la chorale de son église, imagine des papiers autocollants pour retrouver les pages de son livre. Il trouva une formule de colle, mais avait du mal avec la conception de la machine pour fabriquer les Post-it. Il sollicita les services techniques de l'entreprise qui ne réussirent pas. C'est finalement Art Fry qui conçut la machine et la monta en une nuit dans le sous-sol de la maison (devant le peu d'empressement des services d'études qui estimait qu'il faudrait six mois). On voit sur cet exemple, le rôle de l'intrapreneur d'insuffler une énergie à une organisation qui spontanément a tendance à reproduire ce qu'elle sait faire et à considérer comme impossible toute idée réellement nouvelle. Ce sont pourtant ces idées nouvelles qui permettent à une entreprise comme 3M de croître, et de garder une avance technologique.

### **Critères de choix :**

Commençons par remarquer que l'histoire connaît des vagues de fusions. Par exemple, dans les années soixante, de grands conglomérats se forment. C'est l'ère du « *big is beautiful* » (les grandes entreprises sont parées de toutes les vertus). La diversification est envisagée comme un moyen d'équilibrer les activités cycliques et l'exposition au risque de certains secteurs. Une longue crise s'ensuit, l'ère du « *small is beautiful* » prend le relais et à la fin des années quatre-vingt-dix, porté par les espoirs de la « nouvelle économie », une nouvelle vague de grandes fusions s'ouvre (AOL/Time Warner par exemple). La préférence pour la croissance interne ou externe fluctue donc selon les époques et leurs contextes.

Pourquoi opter pour une opération de croissance externe (les justifications pourront varier selon que le mouvement stratégique est horizontal, vertical ou congloméral) ?

### 1) Faire disparaître un concurrent :

En se plaçant dans le cadre d'analyse des forces concurrentielles portées, il apparaît que la rentabilité d'un secteur dépend de son intensité concurrentielle. Celle-ci est étroitement liée au nombre d'entreprises en concurrence. En optant pour un mode de croissance interne, l'entreprise va chercher à prendre des parts de marché à ses concurrents par une stratégie agressive, elle va donc augmenter l'intensité concurrentielle du secteur et partant sa rentabilité. A l'inverse, lorsqu'une entreprise rachète un de ses concurrents, le nombre d'acteurs du secteur est réduit de un. Sans compter que l'entreprise acheteuse, tout occupée à réaliser l'absorption de sa proie, sera probablement moins désireuse de prendre des parts de marché à ses concurrents. Cette raison est plus fréquente dans les secteurs en maturité connaissant des phénomènes de surcapacités.

C'est justement parce que certaines opérations de croissance externe menacent de diminuer l'intensité concurrentielle d'un marché, que les autorités de régulation se sont dotées d'une législation. Ainsi, le droit communautaire européen permet de bloquer les opérations de croissance externe de nature à créer ou renforcer une position dominante.

En octobre 2002, le Groupe Lagardère (numéro un français de l'édition avec Hachette) reprend au groupe Vivendi, en situation de grave crise, son activité édition organisée au sein de Vivendi Universal Publishing (VUP, numéro deux français qui devient ensuite Editis). Cette opération de croissance externe (rachat du numéro deux par le numéro un) risque de complètement désorganiser le secteur de l'édition française. Dans de nombreux segments de ce marché, le groupe disposera d'une position de quasi-monopole. Sous la pression des autorités de la concurrence européenne, Lagardère prend l'engagement en décembre 2003 de se dessaisir d'Editis, tout en conservant quelques actifs. En mai 2004, le repreneur d'Editis est choisi par Lagardère : le groupe Wendel Investissement.

### 2) Réaliser une bonne affaire :

La capitalisation boursière d'une entreprise fluctue plus que la valeur de ses actifs. Selon la conjoncture boursière (influencée par de très nombreux paramètres externes : taux d'intérêt, d'inflation, etc.), une entreprise est parfois surcotée ou sous-cotée, aux yeux de ses dirigeants et des analystes de marché. Cette évaluation peut être liée à un rejet de la stratégie des dirigeants, à un manque de confiance dans les compétences de ceux-ci, ou à une sur ou sous-évaluation générale des entreprises d'un pays (bulle spéculative par exemple). Pour les acquisitions internationales, il faut aussi considérer la parité des monnaies. Lorsque l'euro est fort et le dollar faible, les entreprises européennes ont plus intérêt à acheter des entreprises américaines que l'inverse.

Il peut arriver ainsi que les analystes considèrent que la valeur d'un groupe soit inférieure à la somme des valeurs de chacun de ses composants. On observe alors parfois un fond d'investissement racheter l'entreprise pour la revendre par appartement. Le fonds américain KKR s'est par exemple fait une spécialité de ce type de pratique en l'adossant à un mécanisme financier appelé **LBO** (*Leverage Buy Out*). Le principe est simple : l'acquéreur finance majoritairement par emprunt (auprès de banques) l'acquisition d'une entreprise susceptible de dégager des cash-flows importants. Il utilise ensuite les cash-flows générés par la société (qu'il essaiera de développer en restructurant l'organisation ou en revendant certaines parties) pour rembourser son emprunt. De ce fait, les LBO ciblent plus particulièrement les entreprises dont on pense qu'elles ne sont pas gérées de façon optimale (du fait d'une absence de stratégie, d'un refus de la direction de réaliser des choix douloureux, etc.).

Il arrive parfois que certains types de sociétés soient plus surcotés que d'autres. Ainsi lors de la bulle spéculative internet de la fin des années quatre-vingt-dix, les entreprises internet ont pu avoir intérêt à acquérir des entreprises de secteur plus traditionnels sous la forme d'OPE. AOL a par exemple acquis Time Warner en janvier 2000, créant un groupe dont la capitalisation boursière atteignait 280 milliards de dollars. Trois ans après, elle n'était plus que de 49 milliards. Le plongeon est spectaculaire, mais il l'aurait été bien plus pour le seul AOL sans cette opération de croissance externe.

L'acquisition d'un groupe, uniquement parce qu'il est sous-évalué n'est pas si fréquente en raison de la **prime** proposée aux actionnaires lors d'une OPA (pour les sociétés cotées). Pour décider ceux-ci à vendre leurs actions, la société acquéreuse propose quasi-systématiquement un prix d'achat supérieur au cours de l'action le jour de l'annonce de l'OPA. Il faut donc que la sous-évaluation soit très importante (beaucoup plus que la prime) pour justifier l'opération de croissance externe. Ainsi, le groupe Bolloré, considérant l'entreprise Vallourec sous-évaluée, l'achète en 1998 et la revend en 2004 pour douze fois son prix.

### 3) Acquérir des parts de marché :

Acheter une entreprise signifie acheter les différentes ressources de celle-ci. Parmi celles-ci, l'une des plus importantes est le portefeuille de clients. Dans des marchés caractérisés par une grande fidélité des consommateurs, il s'agit d'une ressource stratégique, et donc très précieuse. Par croissance interne, l'entreprise mettrait peut-être dix ans à conquérir les clients qu'elle peut acquérir quasiment instantanément par la fusion.

La croissance externe est donc particulièrement profitable dans les cas où le parc installé est important avec des coûts de changement de fournisseurs élevés. Les clients sont alors verrouillés à leur fournisseur. Cette situation a été artificiellement entretenue dans le domaine des opérateurs de téléphonie mobile. En rédigeant des contrats dont il était difficile de sortir avant le terme et qui se reconduisaient tacitement, en obligeant un client à changer de numéro lorsqu'il change de fournisseurs, les opérateurs ont volontairement « verrouillé » leur clientèle, valorisant ainsi fortement leur portefeuille de client. Ceci explique en partie le prix très élevé (plus de quarante milliards d'euros) payé par France Télécom pour acheter Orange en 2000.

### 4) Acquérir d'autres ressources :

A travers l'opération de croissance externe, l'entreprise acquéreuse met la main sur les ressources de sa proie. Selon le secteur et ses facteurs clés de succès, l'entreprise pourra être particulièrement intéressée par :

- la marque :  
Le cabinet Interbrand évaluait en 2007 la valeur de la marque la plus importante au monde (Coca-Cola) à 65 milliards de dollars. Une entreprise qui voudrait se lancer sur le marché des sodas par croissance interne (par exemple Virgin cola) aurait toutes les peines à construire une marque aussi puissante.
- les brevets, la technologie, les licences :  
En 2005, Iliad (Free) achète un opérateur téléphonique normand (Altitude Télécom) qui est le seul opérateur à disposer d'une licence WiMax nationale (attribuée en 2003), permettant d'accéder à internet à haut débit sans fil.
- les actifs physiques :  
Les actifs nécessaires à la croissance interne peuvent parfois être facilement achetés. Mais il peut s'agir parfois de ressources extrêmement rares : des machines peuvent être fabriquées, mais des emplacements sur les Champs Elysées ne peuvent être créés. Pour les obtenir, il faut donc les racheter lorsqu'ils se libèrent. Mais un tel processus peut être extrêmement long lorsqu'une entreprise souhaite se développer en ouvrant un magasin sur chacune des plus célèbres avenues du monde ... il peut dans ce cas être plus intéressant de racheter une société possédant ce patrimoine (même si elle exerce une activité différente).  
Canal plus a vendu le PSG à un fond de pension américain, Colony Capital, spécialiste de l'immobilier. Ce dernier a semblé plus particulièrement intéressé par le patrimoine immobilier du Parc des Princes situé dans le seizième arrondissement de Paris.
- le savoir-faire :  
Par son expérience, une entreprise dispose de connaissances qu'elle a intériorisées dans des procédures, des routines. Ces savoir-faire développés aux différents niveaux de la ligne hiérarchiques n'ont pas à être recréés par une entreprise qui déciderait de se diversifier par croissance interne.  
Il s'agit cependant d'une ressource que l'entreprise n'achète pas totalement, les employés sont libres de quitter leur entreprise suite au rachat. Lors de la négociation de la fusion, l'entreprise acquéreuse peut adjoindre des clauses contractuelles obligeant certains responsables à rester pendant une certaine durée dans l'organisation. On ne peut cependant avoir l'assurance de maintenir le niveau de motivation par contrat ! Lorsque Paramount Pictures (Viacom) prend le contrôle en 2005 du studio Dreamworks, créé par Spielberg, Geffen et Katzenberg, ces derniers se sont engagés sur une durée de trois ans à produire en moyenne quatre à six films par an.

| Justification de la croissance externe | horizontale | verticale | conglomérale |
|--|-------------|-----------|--------------|
| Diminue l'intensité concurrentielle    | oui         | -         | -            |
| Réaliser une bonne affaire             | oui         | oui       | oui          |
| Acquérir des parts de marché           | oui         | -         | -            |
| Acquérir une marque                    | oui         | parfois   | parfois      |
| Acquérir une technologie               | oui         | parfois   | parfois      |
| Acquérir des actifs physiques          | oui         | oui       | oui          |
| Acquérir des savoir-faire              | oui         | oui       | oui          |

Ces différents actifs peuvent être aussi présentés sous la forme de **barrières à l'entrée**. C'est parfois pour contourner une barrière à l'entrée qu'une entreprise choisira d'entrer sur un marché par la croissance externe. Mais ce n'est pas toujours le cas. Dans le dernier exemple, Paramount Pictures existe sur le marché de la production cinématographique depuis bien plus

longtemps que Dreamworks. Ce n'est donc pas pour contourner une barrière à l'entrée qu'elle opte pour de la croissance externe, mais bien pour mettre la main sur ses actifs (le savoir-faire et le catalogue de films).

Par opposition, on considérera que les entreprises ont intérêt à privilégier la croissance interne, lorsqu'elles estiment :

- qu'une opération de croissance externe ne diminuera pas sensiblement en leur faveur l'intensité concurrentielle,
- que le coût de l'acquisition est trop élevé par rapport à la valeur des actifs acquis dans une opération de croissance externe,
- qu'elle dispose d'actifs supérieurs à ceux des cibles potentielles (marque, technologie, savoir-faire, etc.), ou qu'elle peut acquérir directement et à faible coût ceux qui lui manquent (technologie, par exemple)

Nous avons vu qu'il existe de nombreuses bonnes raisons pour préférer la croissance externe à la croissance interne. Et pourtant, les très nombreuses études réalisées par les chercheurs en gestion (avec de nombreuses méthodologies différentes) s'accordent pour constater que les fusions entreprises ont connu une très grande proportion d'échecs. Tout du moins, les fusions sont généralement intéressantes pour les actionnaires de l'entreprise reprise. En effet, ils bénéficient de la prime proposée (par l'acquéreur) qui leur permet de bénéficier d'une plus-value (parfois très importante) par rapport au cours actuel. En revanche, les fusions font généralement perdre de la valeur aux actionnaires des sociétés acquéreuses (dans près de trois-quarts des cas). Pourquoi ? C'est ce que nous allons maintenant voir :

## **Les causes des échecs des opérations de croissance externe :**

### **1) Le coût trop élevé :**

Si l'on considère que la capitalisation boursière correspond à une valorisation relativement correcte, en achetant au cours de bourse, une opération de croissance externe ne modifierait pas fondamentalement la santé financière de l'entreprise acquéreuse. Pour une acquisition payée comptant, le total de l'actif et du passif restent approximativement inchangés. En cas d'acquisition financée par emprunt, ils s'accroissent de façon similaire.

Mais comme nous l'avons vu, cette dernière offre une prime (généralement autour de 30 %) pour décider les actionnaires à se séparer de leurs actions. Pour être rentabilisée, cette prime doit être inférieure aux gains escomptés de la fusion (synergies, amélioration de la gestion de la cible, etc.). En proposant une prime élevée, l'entreprise acquéreuse s'impose donc de fait des objectifs très (trop ?) ambitieux. Autrement dit, comme pour tout investissement, pour que la fusion soit rentable, il faut que les cash-flows attendus de la fusion (c'est-à-dire la différence entre ceux obtenus avec la fusion de ceux qui auraient été obtenus sans la fusion) excèdent largement le montant du rachat.

Or ces gains attendus de la fusion dépendent notamment des évolutions de l'environnement des entreprises concernées par la fusion. Il suffit que le marché se retourne, pour que les cash-flows attendus de la fusion s'écroulent consacrant un échec financier. Une opération de croissance externe est donc avant tout un pari sur l'avenir du secteur concerné, plus qu'une opération de croissance interne, par nature, plus progressive. Reprenons l'exemple du rachat d'Orange par France Télécom. Outre l'erreur d'avoir en pleine bulle spéculative opté pour un financement au comptant plutôt que par échange d'action, l'échec financier de l'opération

vient d'une surévaluation des cash-flows attendus reposant sur des anticipations du marché qui ont été sérieusement revues à la baisse lors du dégonflement de la bulle.

Les gains attendus dépendent aussi des réactions des concurrents. Lorsque Pepsico avait racheté Pizza Hut, Taco Bell et KFC, constituant ainsi le deuxième groupe mondial de restauration, il avait ouvert un débouché important pour ses sodas. Mais il avait dans le même temps ouvert un boulevard pour Coca Cola dans toutes les autres chaînes de restauration, qui ne souhaitaient pas favoriser un concurrent (Pizza Hut) en achetant du Pepsi.

## **2) Une évaluation difficile de la situation de l'entreprise acquise :**

Toute acquisition entraîne une asymétrie d'information entre le vendeur et l'acheteur (parfois délibérément entretenue par ce dernier). Mais dans le cas d'une fusion, ce phénomène est amplifié par deux facteurs :

- L'entreprise achetée ne souhaite pas communiquer à un éventuel concurrent des informations stratégiques qui pourraient lui être défavorables si la fusion ne se réalise finalement pas.
- Une organisation est une entité extrêmement complexe. L'évaluation de la cible se fait habituellement principalement sur la base d'indicateurs comptables et financiers. Pourtant le climat social, la motivation du personnel, l'inertie au changement ou la compétence du management sont (parmi d'autres) des facteurs à prendre en compte pour évaluer le potentiel de l'entreprise à dégager des profits de la nouvelle stratégie envisagée suite à la fusion.

## **3) Les difficultés d'intégration :**

Pour réaliser des synergies, une opération de croissance externe nécessite de réaliser une intégration entre les deux entreprises. Or, celles-ci peuvent être extrêmement différentes (voire incompatibles) en termes de structure ou de culture.

Selon la distance structurelle et culturelle entre les deux entreprises, il est possible d'opter pour une intégration plutôt faible (par exemple, sous la forme d'une holding financière) ou plus poussée. C'est ainsi qu'en 2006 L'Oréal, numéro un mondial de la cosmétique, rachète Body Shop, une entreprise très militante (commerce équitable, respect de l'environnement, refus des expérimentations animales, etc.). Les consommateurs sont inquiets. Le PDG décide de préserver cette identité forte en ne rattachant pas Body Shop à une division existante de L'Oréal, et en maintenant les responsables en place, qui lui rendront directement compte.

Le type d'intégration entrepris peut dépendre de la répartition des pouvoirs au sein de la nouvelle entité fusionnée. Selon le rapport de forces, l'entreprise acquéreuse peut assimiler la cible en imposant ses systèmes de gestion ou au contraire tenter une synthèse des meilleures pratiques au sein de chacune des deux entreprises. La première solution peut se heurter à la résistance au changement du personnel. La seconde peut aboutir à des systèmes de gestion incohérents. Ainsi la fusion entre SNECMA et Sagem en 2005 est considérée comme un échec retentissant (par exemple, l'Etat a dû intervenir directement pour mettre fin aux conflits personnels au sein de la direction entre les anciens Sagem et SNECMA). Considérée comme une fusion entre égaux, Safran s'est doté d'une structure avec directoire et conseil de surveillance (reprise de Sagem) et d'un mode d'organisation par activités filialisées (repris de SNECMA). Les problèmes de décision occasionnés par une telle structure ont été renforcés par le sentiment des cadres de Sagem d'avoir été évincés des postes à responsabilité dans la nouvelle structure.



- Des motivations personnelles des dirigeants :

Différentes théories (théories de l'agence, de l'enracinement, etc.) ont montré que des dirigeants pouvaient avoir intérêt à conduire leur entreprise sur la voie de la croissance externe suivant leur intérêt personnel plutôt que celui de l'entreprise. Ainsi, en se lançant dans des opérations de fusion, les dirigeants d'une entreprise :

- diluent son actionnariat lorsqu'ils procèdent par échange d'action. Ce que la théorie de l'agence assimile à une diminution du contrôle des actionnaires sur le dirigeant,
- favorisent la complexité de l'organisation (issue de la fusion), ce qui limite les possibilités de contrôle des actionnaires et valorisent le capital humain des dirigeants,
- élèvent la taille de l'entreprise, ce qui généralement favorise une augmentation de leur rémunération (au moins partiellement indexée sur cet indicateur).

Dans une optique d'enracinement, des dirigeants insuffisamment contrôlés peuvent donc être amenés à décider des opérations de croissance externe qui leur seraient favorables. Ceci pourrait donc expliquer pourquoi certaines fusions échouent.